

## 买入

## 2020H1 业绩靓丽，明年出栏有望达 400 万头

中粮肉食 (1610.HK)

2020-08-26 星期三

## 投资要点

目标价: **5.4 港元**  
 现价: 3.95 港元  
 预计升幅: 36.7%

➤ **2020H1 收入增长 108.2%，基本符合预期：**

2020H1，全国生猪出栏有序恢复，但供应仍然偏紧，生猪价格处于高位；同时，国内外猪肉价差扩大，贸易机会显现，公司进口肉业务销量同比大增。期内公司录得营业收入 91.68 亿元，同比增长 108.2%；实现净利润（生物资产公允价值调整前）13.84 亿元（去年同期为亏损 2.76 亿元），EPS 0.355 元，创历史新高；董事会宣派中期股息 0.118 港元，派息率 30%。

## 重要数据

| 日期        | 2020-08-25 |
|-----------|------------|
| 收盘价 (港元)  | 3.95       |
| 总股本 (亿股)  | 39.02      |
| 总市值 (亿港元) | 154.84     |
| 净资产 (百万元) | 7,877      |
| 总资产 (百万元) | 24,434     |
| 每股净资产 (元) | 2.02       |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **生猪养殖分部业绩创新高，明年出栏有望达至 400 万头：**

2020H1，公司生猪出栏量 80.1 万头，环比+50%；出栏均价 32.6 元/公斤，同比+163%。实现销售收入 27.6 亿元，同比增长 52%；受益出栏量的逐季增加，灵活的出栏策略以及有效的成本管控，公司生猪养殖的经营利润达 17.61 亿元，创历史新高。预期下半年将延续出栏量逐季增加趋势，有助固定成本的摊薄，头均利润有望维持在较高水平。预计 2020 年末，母猪存栏将达 25.6 万头，其中能繁 23 万头，后备 2.6 万头，明年出栏量达 400 万头。

➤ **肉类进口业务收入激增，上半年计提 2.6 亿元存货跌价损失：**

在国内肉类供应偏紧的趋势下，上半年公司肉类进口销量 17.5 万吨，同比增加 194.1%，实现收入 48.5 亿元，同比增加 186.3%。由于海外疫情暂不明朗，预期下半年海外进口量将有所下降。营业利润方面，5 月份，考虑到市场波动，公司对进口肉的库存计提 2.6 亿元存货跌价损失，上半年录得经营亏损 1 亿元。考虑到国内疫情现已得到基本控制，下游需求有明显复苏，下半年不排除拨备有部分冲回的可能。

## 主要股东

中粮集团 (29.1%)

## 相关报告

中粮肉食首发报告-20191220

中粮肉食更新报告-20200324

中粮肉食更新报告-20200710

➤ **维持“买入”评级，上调目标价至 5.4 港元：**

公司生猪出栏量逐季回升好于预期，考虑到猪价有望维持高位，养殖成本预期随出栏量的增加呈下降趋势，我们上调原盈利预测，预期 2020-2021 年 EPS 分别为 1.06/1.16 元（上调 36%/9.4%），相应上调目标价至 5.4 港元，对应 2020 年 4.6 倍 PE，较现价有 36.7% 的涨幅，维持“买入”评级。

| 人民币百万元     | 2018A   | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额        | 7,168.5 | 11,078.7 | 22,353.5 | 25,618.7 | 26,193.4 |
| 同比增长       | 3.0%    | 54.5%    | 101.8%   | 14.6%    | 2.2%     |
| 调整前净利润     | -216.7  | 373.4    | 4125.0   | 4539.1   | 3524.6   |
| 同比增长       | NA      | NA       | 1004.7%  | 10.0%    | -22.3%   |
| 净利润率       | -3.0%   | 3.4%     | 18.5%    | 17.7%    | 13.5%    |
| 每股盈利(元)    | -0.05   | 0.10     | 1.06     | 1.16     | 0.90     |
| PE@3.95HKD | -68.74  | 37.56    | 3.40     | 3.09     | 3.98     |

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

## 研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

## 报告正文

受益生猪价格上涨以及进口肉业务销量大增，2020H1 公司录得营业收入 91.68 亿元，同比增长 108.2%。

2020H1，全国能繁母猪及生猪存栏虽小幅回升，但仍处于历史低位，生猪供应仍然偏紧，生猪价格处于高位运行；由于国内外猪肉价差扩大，贸易机会显现，公司进口肉业务销量同比大增 194%。期内公司录得营业收入 91.68 亿元，同比增长 108.2%；实现净利润（生物资产公允价值调整前）13.84 亿元（去年同期为亏损 2.76 亿元），EPS 0.355 元，创历史新高；董事会宣派中期股息 0.118 港元，派息率 30%。

图 1：公司收入、净利润及增速

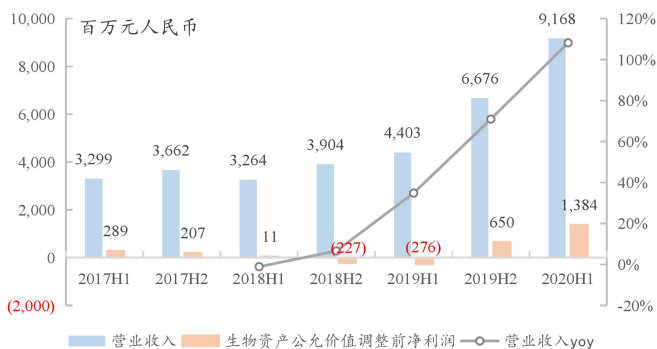
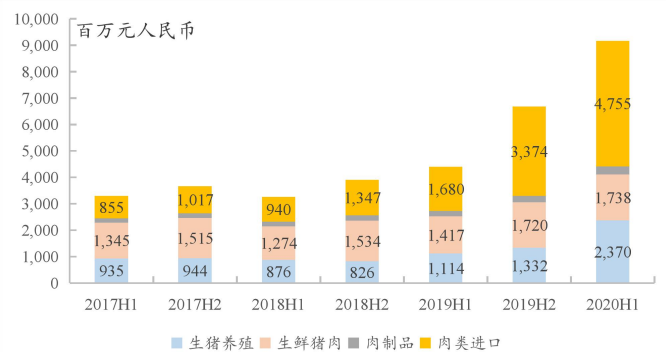


图 2：公司收入结构（分部抵消后）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

生猪养殖分部业绩创新高，出栏量稳步增长：

2020H1，公司生猪出栏量 80.1 万头，环比提升 50%；商品大猪销售均价 32.6 元/公斤，同比增长 163%。实现销售收入 27.6 亿元，同比增长 52%；受益出栏量的逐季增加，灵活的出栏策略以及有效的成本管控，公司上半年生猪养殖的经营利润达 17.61 亿元，创历史新高。截止六月底，公司能繁及后备种猪合计 24.1 万头。预计到 2020 年末，母猪存栏有望达到 25.6 万头，其中能繁 23 万头，后备 2.6 万头。

图 3：生猪出栏量

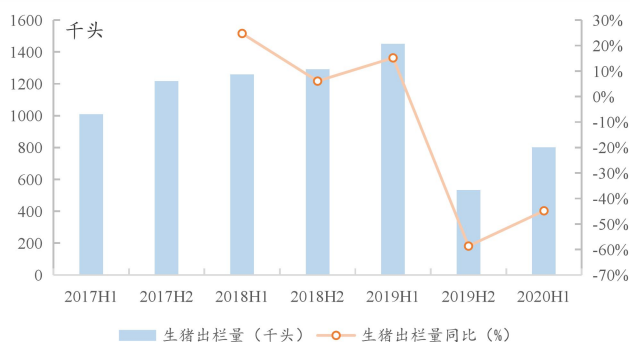
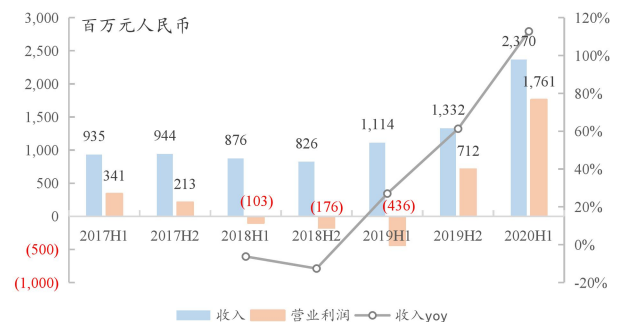


图 4：生猪养殖业务收入（分部抵消后）及营业利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

尽管非瘟和新冠疫情对公司产能释放的进度有一定扰动，但公司生猪养殖产能仍在稳步扩张。截至2019年12月底，公司的生猪养殖产能为502.4万头，2020年上半年公司新开工建设50-100万头新养殖产能，预期明年生猪出栏量有望达400万头，未来三年将达800万头。

#### 肉类进口业务收入激增，上半年计提2.6亿元存货跌价损失：

在国内肉类供应偏紧的趋势下，上半年公司肉类进口业务分部销量17.5万吨，同比增加194.1%，实现收入48.5亿元，同比增加186.3%。由于海外疫情暂不明朗，预期下半年海外进口量将有所下降。营业利润方面，5月份，考虑到市场波动，公司对进口肉的库存计提2.6亿元存货跌价损失，上半年录得经营亏损1亿元。考虑到国内疫情现已得到基本控制，下游需求有明显复苏，下半年不排除拨备有部分冲回的可能。

图5：肉类进口销量

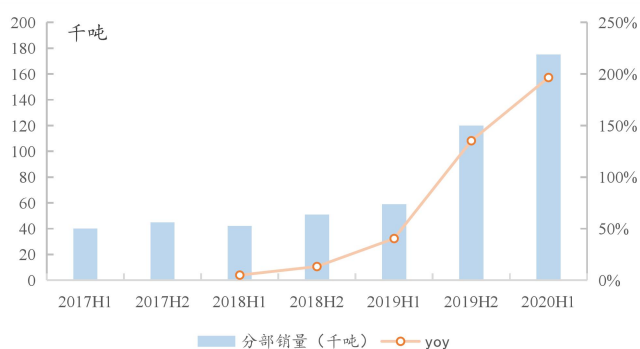
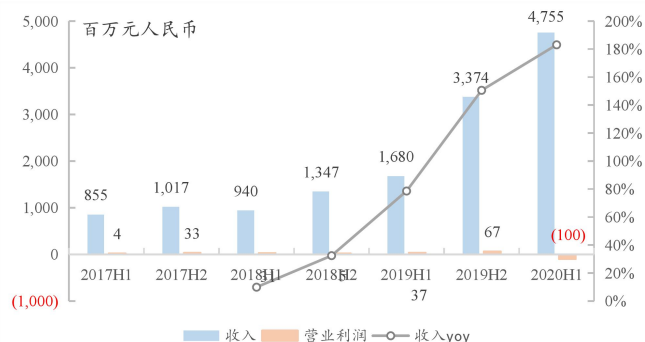


图6：肉类进口业务收入（分部抵消后）及营业利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

#### 维持“买入”评级，上调目标价至5.4港元：

公司生猪出栏量逐季回升趋势好于预期，考虑到猪价有望维持高位，养殖成本预期随出栏量的增加将逐季下降，我们上调原盈利预测，预期公司2020-2021年每股收益分别为1.06/1.16元，上调目标价至5.4港元，对应2020年4.6倍PE，较现价有36.7%的涨幅，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值

| 公司          | 收盘价<br>2020/8/25 | 市值(亿)<br>当地货币 | EPS (记账本位币) |       |       |       | PE           |             |            |            |
|-------------|------------------|---------------|-------------|-------|-------|-------|--------------|-------------|------------|------------|
|             |                  |               | 2018A       | 2019A | 2020E | 2021E | 2018A        | 2019A       | 2020E      | 2021E      |
| 中粮肉食        | 3.95             | 154           | -0.05       | 0.10  | 1.06  | 1.16  | -71.1        | 35.6        | 3.4        | 3.1        |
| 温氏股份        | 24.24            | 1,545         | 0.75        | 2.66  | 3.53  | 3.25  | 32.3         | 9.1         | 6.9        | 7.5        |
| 牧原股份        | 90.20            | 3,381         | 0.17        | 2.82  | 8.90  | 9.34  | 530.6        | 32.0        | 10.1       | 9.7        |
| 正邦科技        | 24.78            | 621           | 0.08        | 0.69  | 3.66  | 4.31  | 309.8        | 36.1        | 6.8        | 5.7        |
| 天邦股份        | 20.12            | 264           | -0.49       | 0.09  | 2.82  | 2.59  | -41.1        | 223.6       | 7.1        | 7.8        |
| <b>行业平均</b> |                  |               |             |       |       |       | <b>152.1</b> | <b>67.3</b> | <b>6.9</b> | <b>6.7</b> |

资料来源: 公司公告、Wind 一致预期、国元证券经纪 (香港) 整理

报表摘要

| 利润表             |         |         |         |         |         | 主要财务比率       |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元          |         |         |         |         |         |              |         |         |         |         |         |
| 会计年度            | FY2018A | FY2019A | FY2020E | FY2021E | FY2022E | 会计年度         | FY2018A | FY2019A | FY2020E | FY2021E | FY2022E |
| 营业收入            | 7,168   | 11,079  | 22,354  | 25,619  | 26,193  | 成长性(%)       |         |         |         |         |         |
| 营业成本-公允价值调整前    | -6,831  | -10,088 | -16,662 | -19,491 | -20,914 | 营业收入增长率      | 3.0%    | 54.5%   | 101.8%  | 14.6%   | 2.2%    |
| 毛利              | 338     | 991     | 5,691   | 6,128   | 5,280   | 营业利润增长率      | NA      | NA      | 727.2%  | 12.1%   | -22.5%  |
| 销售费用            | -283    | -345    | -693    | -769    | -786    | 净利润增长率       | NA      | NA      | 1004.7% | 10.0%   | -22.3%  |
| 管理费用            | -231    | -266    | -447    | -512    | -786    | 盈利能力(%)      |         |         |         |         |         |
| 其他收入-经营         | 217     | 173     | 179     | 205     | 210     | 毛利率          | 4.7%    | 8.9%    | 25.5%   | 23.9%   | 20.2%   |
| 其他收益及亏损         | -122    | -9      | -222    | 0       | 0       | 净利率          | -3.0%   | 3.4%    | 18.5%   | 17.7%   | 13.5%   |
| 应占共同控制实体损益      | -1      | 0       | 0       | 0       | 0       | ROE          | -4.4%   | 7.6%    | 84.2%   | 92.6%   | 71.9%   |
| 营业利润            | -82     | 545     | 4,508   | 5,052   | 3,918   | 偿债能力(%)      |         |         |         |         |         |
| 财务费用            | -124    | -162    | -256    | -223    | -208    | 资产负债率        | 53.5%   | 61.8%   | 52.3%   | 41.1%   | 37.0%   |
| 利润总额            | -206    | 383     | 4,253   | 4,829   | 3,710   | 流动比率         | 0.81    | 1.01    | 1.02    | 1.22    | 1.28    |
| 所得税             | -10     | -9      | -128    | -290    | -186    | 速动比率         | 0.67    | 0.62    | 0.88    | 1.03    | 1.08    |
| 净利润             | -217    | 373     | 4,125   | 4,539   | 3,525   | 营运能力(次)      |         |         |         |         |         |
| 每股资料(元)         |         |         |         |         |         | 资产周转率        | 0.75    | 0.84    | 1.24    | 1.19    | 1.02    |
| EPS (元)         | -0.05   | 0.10    | 1.06    | 1.16    | 0.90    | 存货周转率        | 13.43   | 5.43    | 7.38    | 13.48   | 12.94   |
| 每股经营现金          | 0.01    | -0.82   | 1.49    | 0.95    | 0.78    |              |         |         |         |         |         |
| 每股净资产           | 1.22    | 1.58    | 2.64    | 3.80    | 4.70    |              |         |         |         |         |         |
| 资产负债表           |         |         |         |         |         | 现金流量表        |         |         |         |         |         |
| 会计年度            | FY2018A | FY2019A | FY2020E | FY2021E | FY2022E | 会计年度         | FY2018A | FY2019A | FY2020E | FY2021E | FY2022E |
| 流动负债            | 3,660   | 7,824   | 9,341   | 8,247   | 8,607   | 净利润          | -217    | 373     | 4,125   | 4,539   | 3,525   |
| 应付账款及应付票据       | 501     | 463     | 2,825   | 3,237   | 3,310   | 财务费用         | 124     | 162     | 256     | 223     | 208     |
| 应计费用, 按金及其他应付款  | 563     | 667     | 667     | 667     | 667     | 权益性投资损益      | -1      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 短期借款            | 2,057   | 6,301   | 5,356   | 3,749   | 3,937   | 折旧及摊销        | 255     | 305     | 366     | 474     | 613     |
| 衍生金融负债          | 2       | 51      | 51      | 51      | 51      | 营运流动资金减少(增加) | 38      | -3,464  | 975     | -1,608  | -1,309  |
| 应付关联方贷款-流动负债    | 476     | 113     | 213     | 313     | 413     | 长期经营性负债增加    | 7       | 205     | 92      | 65      | 11      |
| 应付关联方款项-流动负债    | 61      | 230     | 230     | 230     | 230     | 其他非现金调整      | -165    | -780    | 0       | 0       | 0       |
| 附属公司少数股东贷款-流动负债 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 经营活动产生现金流量   | 42      | -3,197  | 5,813   | 3,693   | 3,048   |
| 非流动负债           | 1,688   | 1,780   | 1,941   | 2,079   | 2,167   | 固定资产投资       | -1,401  | -1,416  | -2,487  | -3,220  | -4,170  |
| 长期借款            | 1,448   | 1,333   | 1,400   | 1,470   | 1,543   | 投资活动产生现金流量   | -1,955  | -1,155  | -2,476  | -3,168  | -4,102  |
| 来自关联公司的贷款-非流动负债 | 89      | 92      | 94      | 97      | 100     | 负债增加         | 1,205   | 4,129   | -879    | -1,537  | 261     |
| 递延收入-非流动负债      | 150     | 356     | 447     | 512     | 524     | 财务费用净额       | -124    | -162    | -256    | -223    | -208    |
| 负债合计            | 5,348   | 9,605   | 11,282  | 10,326  | 10,774  | 融资活动产生现金流量   | 1,256   | 3,843   | -1,357  | -1,657  | 156     |
| 股本              | 1,669   | 1,669   | 1,669   | 1,669   | 1,669   | 现金的期初余额      | 1,185   | 1,140   | 630     | 2,610   | 1,479   |
| 储备              | 3,007   | 4,388   | 8,513   | 13,052  | 16,576  | 现金的期末余额      | 1,140   | 630     | 2,610   | 1,479   | 1,310   |
| 少数股东权益          | 98      | 104     | 104     | 104     | 104     | 估值比率(倍)      |         |         |         |         |         |
| 股东权益合计          | 4,774   | 6,160   | 10,285  | 14,824  | 18,349  | PE           | -68.74  | 37.56   | 3.40    | 3.09    | 3.98    |
| 负债及权益合计         | 10,122  | 15,765  | 21,567  | 25,150  | 29,123  | PB           | 2.94    | 2.28    | 1.36    | 0.95    | 0.76    |



# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313